



## 日央行加息落地，美联储降息预期提升

### ——全球大类资产配置周报

2025 年 12 月 20 日

#### 核心观点

- **经济事件：**海外方面，由于面临生活成本上涨的压力，日本央行政策委员会于周五将基准利率上调了 0.25 个百分点至 0.75% 左右，主要利率上调至 30 年来的最高水平。这是日本央行自 1 月份以来首次加息。欧洲中央银行周四发布维持其关键利率在 2% 不变。并将今年的经济增长预期从三个月前的 1.2% 上调至 1.4%。俄罗斯央行周五决定将基准利率下调 50 个基点至年利率 16.00%。
- **商品市场：**本周，COMEX 白银上涨 8.69%，LME 铜上涨 3.18%，LME 铝上涨 2.67%，COMEX 黄金上涨 0.93%。下周，预计白银价格短期波动风险较高，中长期看，白银工业需求例如绿色能源、人工智能领域的故事仍有潜力，但前提是能度过短期的投机泡沫。黄金价格下周价格变化需关注美国通胀、就业数据和美联储官员的讲话。本周原油价格整体小幅下跌。下周，预计油价将继续在关键地缘事件的拉扯下宽幅震荡，俄乌和谈若在圣诞前取得突破性进展，油价可能迅速回落。
- **债券市场：**（1）美债：本周美债市场呈现明确收益率下行的走势，下周市场焦点将集中于后续公布的就业等关键数据，波动可能加剧，但整体上鸽派情绪仍占主导。（2）中债：本周各期限中国国债收益率全线小幅下行。市场将密切关注周末（12 月 20-21 日）公布的贷款市场报价利率（LPR）以及即将召开的全国人大常委会会议。
- **汇率市场：**（1）本周，美元指数上涨 0.32%。下周将进入圣诞及新年假期，市场流动性通常趋于平稳。在缺乏新的重磅数据如非农就业等数据的指引下，美元指数预计将在 98 附近维持窄幅震荡，偏向下行。（2）本周欧元兑美元下降 0.28%，预计下周欧元兑美元将在 1.1700 关口附近震荡。（3）本周英镑兑美元下降，下周英镑预计低位震荡，1.3270-1.3300 为关键点位，若跌破，可能进一步下探 1.3200。（4）本周，美元兑日元上涨 1.21%。下周，市场流动性可能下降，预计汇价将在 156.00-157.50 区间震荡整理，并消化此次决议的影响。（5）本周，美元兑离岸人民币下降 0.28%，人民币表现强势，美联储降息及美国就业数据疲软，导致美元指数跌破 100 关口。下周汇率小幅强势可能延续。
- **权益市场：**日央行加息靴子落地，美联储降息预期提升，风险压力收窄。因此，外围多因素利好新兴市场股市，尤其是亚太市场。近期 A 股市场资金在挖掘具体政策支持或新兴主题，支撑 A 股上行，尤其是海南封关直接利好消费板块。年末 A 股或在蓄势中存“小躁动”行情。同时，港股受外围多因素风险释放拉动，年末市场可能企稳反弹，可关注国内政策预期较强的相关板块，如消费、科技板块的跨年行情。
- **风险提示：**海外降息不确定风险；特朗普新政策不确定风险；地缘因素扰动风险；市场情绪不稳定风险；国内政策落地效果不及预期风险。

#### 分析师

##### 杨超

☎：010-8092-7696

✉：yangchao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

##### 孔玥

✉：kongyue\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525100001

#### 相关研究

2025-11-22, 变局蕴机遇，聚势盈未来——2026 年 A 股市场投资展望

2025-11-06, A 股三季报业绩有哪些看点？2025-10-23, 划重点：二十届四中全会公报对 A 股投资的启示

2025-10-26, 布局消费主题投资机遇——“十五五”规划展望系列

2025-08-20, 反内卷中寻投资机会——“十五五”规划展望系列

2025-08-06, 七部门剑指新型工业化，金融活水锚定新质生产力

2025-07-31, 8 月投资组合报告：政策预期+业绩护航

2025-07-31, 7 月决议偏鹰，9 月降息窗口还在吗？

2025-07-30, 7 月政治局会议对 A 股市场的投资指引

2025-07-22, 公募基金二季度持仓有哪些看点？

2025-07-16, A 股风格转换的历史复盘与回测分析

2025-07-15, 2025 年中央城市工作会议内容解读：中央城市工作会议利好 A 股市场哪些板块？

2025-06-26, 2025 年大类资产中期投资展望：驭变谋势

2025-06-22, 2025 年港股中期投资展望：时移世易，见机而作

2025-06-21, 2025 年 A 股中期投资展望：筑基行稳，重塑鼎新

2025-05-12, 关税缓和信号下哪些板块有望受益？

# 目录

## Catalog

一、 全球大类资产表现.....	3
二、 大宗商品.....	4
(一) 金属资产.....	4
(二) 原油市场.....	5
三、 债券市场.....	5
(一) 美债收益率.....	5
(二) 中债收益率.....	6
四、 汇率市场.....	7
(一) 美元指数.....	7
(二) 欧元兑美元.....	8
(三) 英镑兑美元.....	9
(四) 美元兑日元.....	9
(五) 美元兑人民币.....	10
五、 权益市场.....	10
六、 风险提示 .....	11

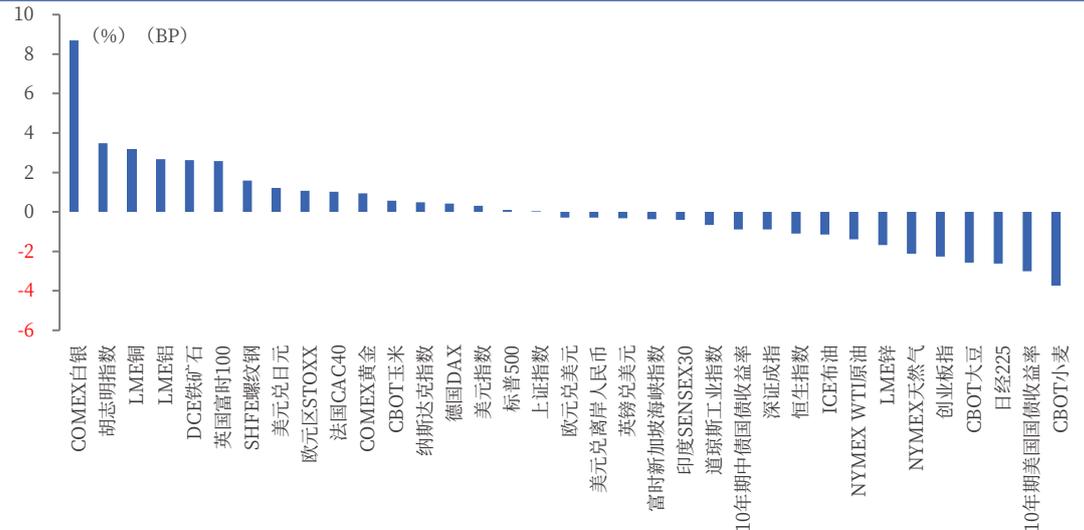
## 一、全球大类资产表现

海外方面，由于面临生活成本上涨的压力，日本央行政策委员会于周五将基准利率上调了 0.25 个百分点至 0.75% 左右，主要利率上调至 30 年来的最高水平。这是日本央行自 1 月份以来首次加息，也是新内阁就任以来的首次加息。纽约联邦储备银行行长约翰·威廉姆斯认为目前没有必要在上周降息之后再次降低借贷成本，并补充说，新的通胀数据正受到各种扭曲因素的影响。美联储当前政策的一个关键目标是在提振劳动力市场的同时，引导通胀回到 2% 的目标水平。欧洲中央银行周四维持其关键利率在 2% 不变，并将今年的经济增长预期从三个月前的 1.2% 上调至 1.4%，高于此前预测的 1.0% 和 1.3%。欧洲央行首次发布的 2028 年经济增长预测为 1.4%。2025 年 12 月 19 日，俄罗斯央行决定将基准利率下调 50 个基点至年利率 16.00%。经济正持续走上平衡增长轨道。这意味着货币政策将在较长时间内保持紧缩。根据俄罗斯央行的预测，在当前的货币政策立场下，2026 年年通胀率将降至 4.0% 至 5.0%。2026 年下半年，潜在通胀率将达到 4%。2027 年及以后，年通胀率将保持在目标水平。

本周，工业品和周期性资产领涨，成为最突出信号。工业金属与黑色系大涨，这明确反映了市场对全球制造业和建筑业需求预期转向乐观，可能与对中国或全球经济刺激政策的预期有关。贵金属同步上行，白银价格大幅上行，是工业需求与金融属性共振的积极信号。在非美货币欧元、英镑、人民币普遍下跌的背景下，美元小幅走强。这可能反映了市场避险情绪尚未完全消散时，美元的避险属性仍受青睐。10 年期美债和中债收益率分别下行，表明资金涌入债券市场，押注主要央行可能为支持经济复苏而维持或转向更宽松的货币政策。全球股市呈现西强东弱，价值强于成长的分化格局。

具体来看，COMEX 白银上涨 8.69%，胡志明指数上涨 3.49%，LME 铜上涨 3.18%，LME 铝上涨 2.67%，DCE 铁矿石上涨 2.63%，英国富时 100 上涨 2.57%，SHFE 螺纹钢上涨 1.60%，美元兑日元上涨 1.21%，欧元区 STOXX 上涨 1.07%，法国 CAC40 上涨 1.03%，COMEX 黄金上涨 0.93%，CBOT 玉米上涨 0.57%，纳斯达克指数上涨 0.48%，德国 DAX 上涨 0.42%，美元指数上涨 0.32%，标普 500 上涨 0.10%，上证指数上涨 0.03%，欧元兑美元下降 0.28%，美元兑离岸人民币下降 0.28%，英镑兑美元下降 0.32%，富时新加坡海峡指数下降 0.36%，印度 SENSEX30 下降 0.40%，道琼斯工业指数下降 0.67%，10 年期中债国债收益率下行 0.88BP%，深证成指下降 0.89%，恒生指数下降 1.10%，ICE 布油下降 1.14%，NYMEX WTI 原油下降 1.39%，LME 锌下降 1.68%，NYMEX 天然气下降 2.12%，创业板指下降 2.26%，CBOT 大豆下降 2.58%，日经 225 下降 2.61%，10 年期美国国债收益率下行 3.00BP，CBOT 小麦下降 3.73%。

图1: 2025年12月15日至2025年12月19日全球大类资产表现 (债券变动单位为BP, 其余资产为%)



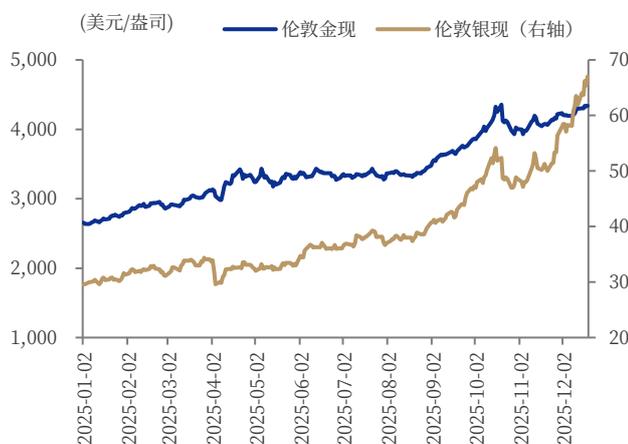
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、大宗商品

### (一) 金属资产

本周, COMEX 白银上涨 8.69%, LME 铜上涨 3.18%, LME 铝上涨 2.67%, COMEX 黄金上涨 0.93%。本周金属价格上涨主要由于降息预期构成核心支撑, 但地缘局势缓和压制了涨幅。白银价格上涨幅度超过黄金, 白银价格弹性远高于黄金, 且白银整体流动性相对较小, 大资金涌入易放大白银价格的波动。本周铜价继续上涨, 仍旧由于供给端铜矿干扰频发, 全球铜库存处于低位, 长期供应紧张预期强烈。下周, 预计白银价格短期波动风险较高, 中长期看, 白银工业需求例如绿色能源、人工智能领域的故事仍有潜力, 但前提是能度过短期的投机泡沫。黄金价格下周价格变化需关注美国通胀、就业数据和美联储官员的讲话, 中长期来看, 在全球央行购金、美元走弱、外汇储备“多元化”需求以及实际利率预期下行的背景下, 利于金价进一步上行, 此外, 在当前全球货币宽松经济恢复阶段, 金银比有望进一步收敛, 白银或较黄金价格上行更加强势。

图2: 本周伦敦金现价格上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 金铜比高位明显



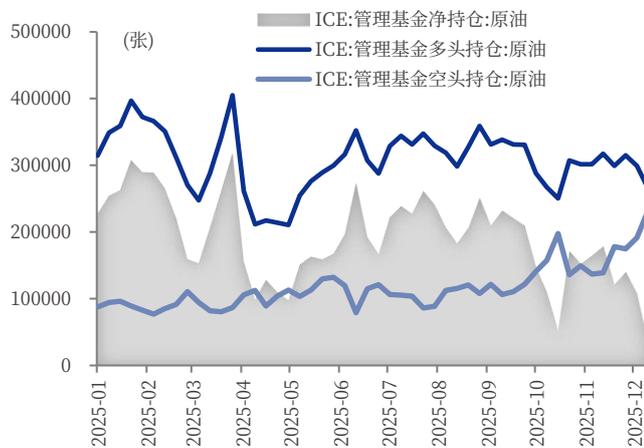
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 原油市场

本周，原油价格整体小幅下跌，ICE 布油下降 1.14%，NYMEX WTI 原油下降 1.39%，分别收低于 60.47 美元/桶，56.52 美元/桶。从利空因素来看，本周市场预期俄乌和平协议临近。这可能导致对俄罗斯的制裁放松，使其原油重回国际市场，加剧供应过剩担忧。与此同时全球原油库存不断累积，原油市场正处在供应压力不断增大的阶段，由于当前中美经济体现出较强的“K 形”特征，削弱了原油需求与经济增长的相关性。从利多因素来看，随着美国和委内瑞拉冲突升级，地缘风险溢价再度增强。下周，预计油价将继续在关键地缘事件的拉扯下宽幅震荡，俄乌和谈若在圣诞前取得突破性进展，油价可能迅速回落。

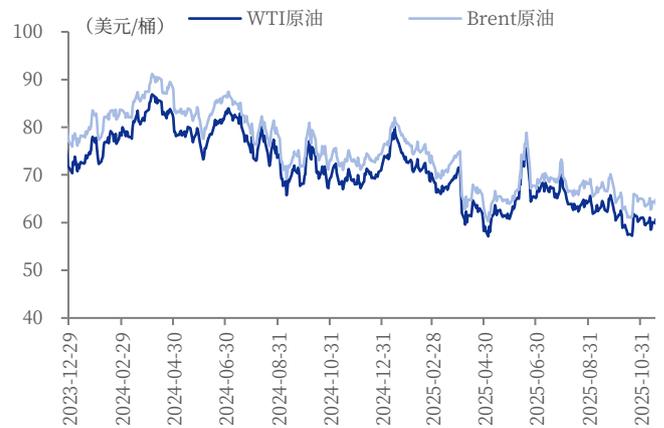
中长期来看，油价预计将在宽幅区间，随着 OPEC+ 产油国放缓产能扩张节奏并暂停明年一季度原油产量扩张，累库趋势结束，去化周期到来，供需结构预期迎来改善，原油价格预计在 55-70 美元区间内震荡，难以再现单边上涨牛市。

图4: 原油基金多空头



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 本周油价小幅下跌



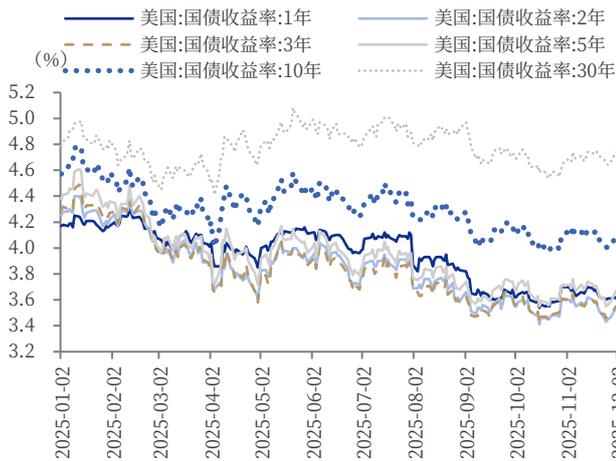
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 三、债券市场

### (一) 美债收益率

本周美债市场呈现明确收益率下行的走势，本周 2 年至 5 年期等中期收益率跌幅居前，导致 2 年期与 10 年期国债收益率利差扩大。具体来看，本周美债 1Y、2Y、3Y、5Y、10Y、30Y 收益率分别下行 3.00BP、4.00BP、5.00BP、5.00BP、3.00BP、3.00BP，12 月 19 日分别至 3.51%、3.48%、3.53%、3.7%、4.16%、4.82%。本周美国 CPI、失业率等关键经济数据不及预期，11 月失业率为 4.6%，攀升至四年来的高点，显示劳动力市场正在放缓，美联储目前对疲软的劳动力市场更为关注，通胀数据的重要性已相对下降，劳动力市场数据进一步强化了市场对美联储在 2026 年持续降息的鸽派预期。下周市场焦点将集中于后续公布的就业等关键数据，波动可能加剧，但整体上鸽派情绪仍占主导。

图6: 美国国债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 美国 EFFR 与美债收益率



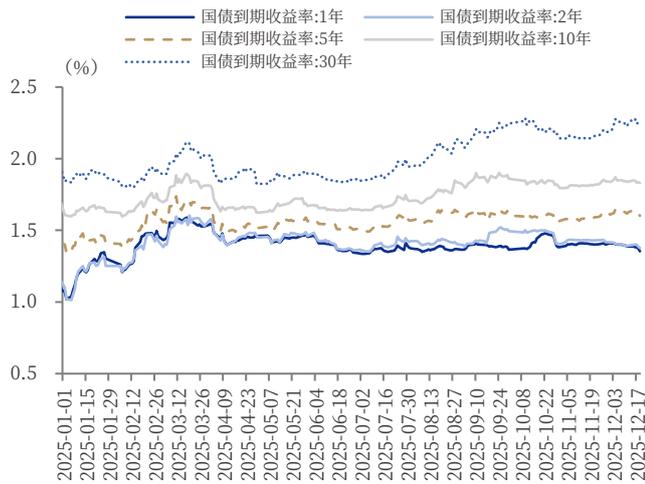
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

中长期看，10年期美债收益率可能在2026年呈现先下后上的震荡格局，核心运行区间或在3.75%-4.5%之间。从上行风险来看，美国在2026年可能面临财政刺激和流动性注入，这可能加剧通胀反弹或美联储独立性受干预，可能推动长端收益率突破4.5%。从下行风险来看，市场对美联储在2026年继续降息的预期是压制收益率上行的主要力量，尤其是短端收益率构成下行压力。

## （二）中债收益率

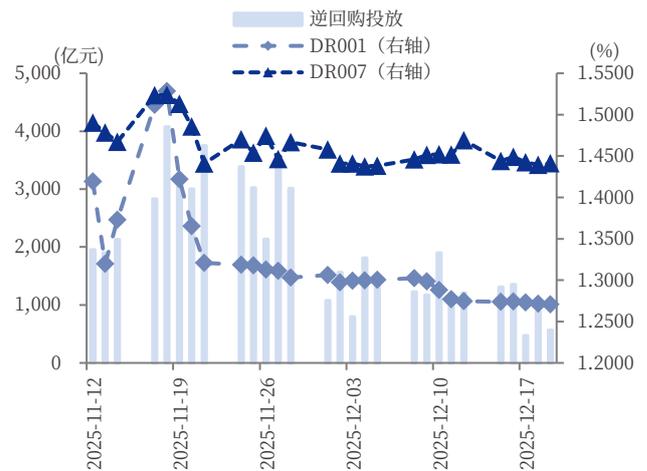
本周各期限中国国债收益率全线小幅下行，截至2025年12月19日，本周国债1Y、2Y、5Y、10Y、30Y国债收益率分别下行3.32BP、1.99BP、2.58BP、0.88BP、2.35BP，至1.35%、1.37%、1.60%、1.83%、2.22%。本周公布的11月经济数据显示，零售销售、固定资产投资等关键指标均不及预期，特别是房地产市场延续低迷，市场对央行采取进一步降准、降息等宽松措施以托底经济的预期升温，直接利好债市。在当前债市资产荒的格局和背景下，部分机构年底存在配置压力，在可投资标的不多、且经济前景不确定的背景下，流动性好、信用等级高的国债成为安全选择。尽管长期债券供应压力增加，但短期内强劲的配置需求起到了主导作用。市场将密切关注周末（12月20-21日）公布的贷款市场报价利率(LPR)以及即将召开的全国人大常委会会议。预计2026年10年期国债收益率将在1.7%-2.2%相对较宽的区间内震荡运行，单边趋势性行情出现概率较低。

图8: 长短端国债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 逆回购投放与资金利率



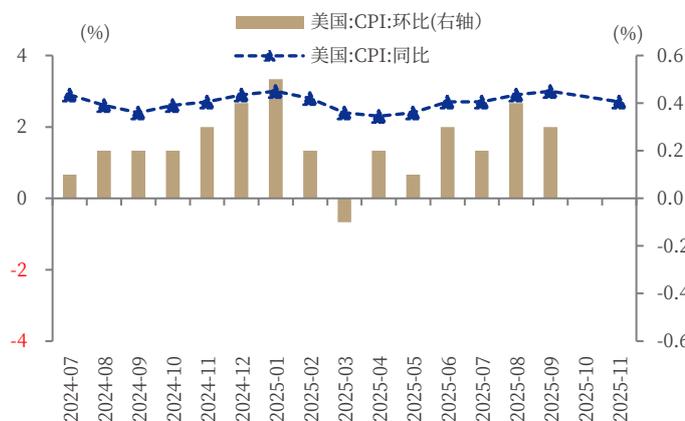
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、汇率市场

### (一) 美元指数

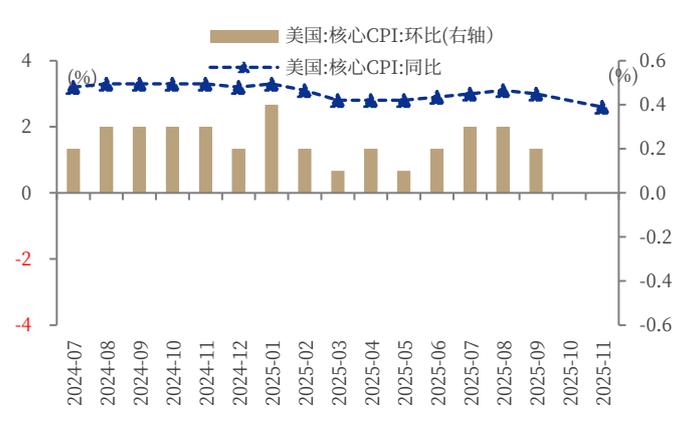
本周, 美元指数上涨 0.32%。11 月美国 CPI 同比增长 2.7%, 前值为 3%, 环比增长 0%, 前值为 0.3%, 核心 CPI 同比增速放缓至 2.6%, 前值为 3%, 为四年半以来最低, 通胀降温的证据强化了市场对美联储将在 2026 年维持宽松政策的预期。本周主要影响美元指数上行的主要动力来自日本央行 (BOJ) 的货币政策操作, 尽管 BOJ 如市场预期加息 25 个基点至 0.75%, 但行长植田和男在会后的表态极为谨慎, 暗示未来将放慢加息步伐, 具体幅度与时机将取决于通胀与经济数据的演变, 并预测 2026 年上半年通胀将低于 2% 的目标, 日本央行正从预防性滞后转向前瞻性调整, 这与市场此前开启持续加息周期的鹰派预期相悖, 导致日元遭到猛烈抛售。下周将进入圣诞及新年假期, 市场流动性通常趋于平稳。在缺乏新的重磅数据如非农就业等数据的指引下, 美元指数预计将在 98 附近维持窄幅震荡, 偏向下行。

图10: 11月美国 CPI 同比增长 2.7%



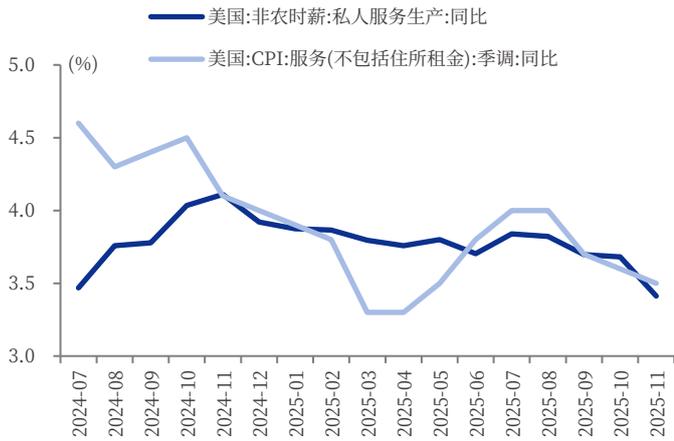
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 11月美国核心 CPI 同比增速放缓至 2.6%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 美国薪资增速放缓有利于服务通胀降温



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 市场预期明年1月暂停降息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/1/28		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.1%	77.9%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.6%	46.2%	44.2%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	18.7%	45.7%	33.3%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	1.3%	11.2%	33.3%	39.0%	15.3%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.4%	4.2%	17.8%	35.0%	31.9%	10.7%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.1%	1.7%	8.9%	23.7%	33.9%	24.6%	7.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.4%	2.8%	11.2%	25.3%	32.5%	21.9%	5.9%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.8%	4.2%	13.5%	26.5%	30.8%	19.3%	5.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.8%	4.2%	13.5%	26.5%	30.8%	19.3%	5.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.8%	4.4%	13.8%	26.6%	30.5%	19.0%	4.9%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.8%	4.2%	13.4%	26.0%	30.3%	19.5%	5.5%	0.2%	0.0%
2027/6/9	0.8%	4.3%	13.4%	26.0%	30.3%	19.4%	5.4%	0.2%	0.0%
2027/7/28	0.8%	4.1%	13.0%	25.5%	30.1%	19.9%	6.1%	0.4%	0.0%
2027/9/15	0.8%	4.1%	12.9%	25.4%	30.1%	20.0%	6.2%	0.5%	0.0%
2027/10/27	0.7%	3.8%	12.1%	24.2%	29.6%	20.9%	7.4%	1.0%	0.1%
2027/12/8	0.7%	3.5%	11.2%	22.9%	29.1%	21.8%	8.9%	1.7%	0.2%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

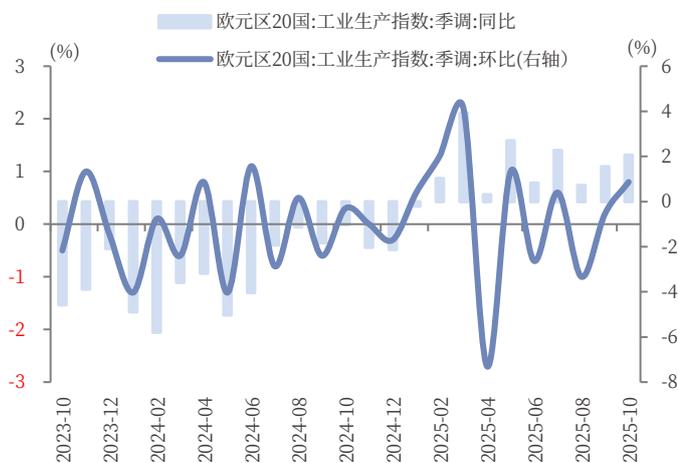
中长期来看,美元可能继续走弱,但下跌的空间和节奏会相对温和。美元指数下跌,是美联储降息预期、国内政治僵局以及外部贸易环境担忧共同作用的结果,技术面的破位则加剧了这一趋势。美元可能正进入一个趋势性偏弱的新阶段。驱动因素将从短期的数据博弈,转向对美元估值过高、美联储政策路径以及全球“去美元化”趋势等宏观主题的重新定价。

## (二) 欧元兑美元

本周欧元兑美元下降 0.28%, 收于 1.1708, 本周欧洲央行 (ECB) 维持利率不变, 行长拉加德在会后明确表示, 会议中没有讨论加息或降息, 政策无预设路径。在主要受国内需求驱动的情况下, 2025 年、2026 年和 2027 年的增长将更加强劲。这被市场解读为鸽派暂停, 此前对欧央行可能加息的预期大幅度下降, 是欧元下跌的主因。欧洲央行下一次政策决定定于 2026 年 2 月 5 日公布。预计下周欧元兑美元将在 1.1700 关口附近震荡。

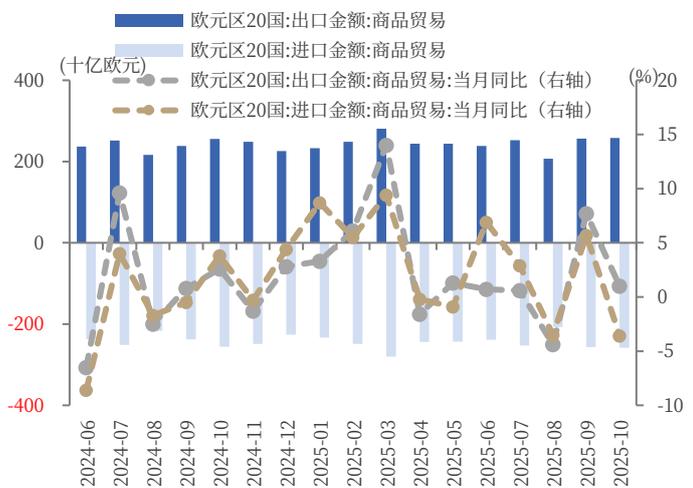
中长期来看, 欧元可能呈现温和上涨的趋势。美联储可能在 2026 年继续降息周期导致美元的利率优势收窄, 欧央行则可能维持利率按兵不动, 政策差异的缩小将削弱美元吸引力。俄乌若达成和平协议, 将对欧洲经济构成重大利好, 可能推动欧元超预期上涨。

图14: 欧元区工业生产指数 10 月同比为 2.06%



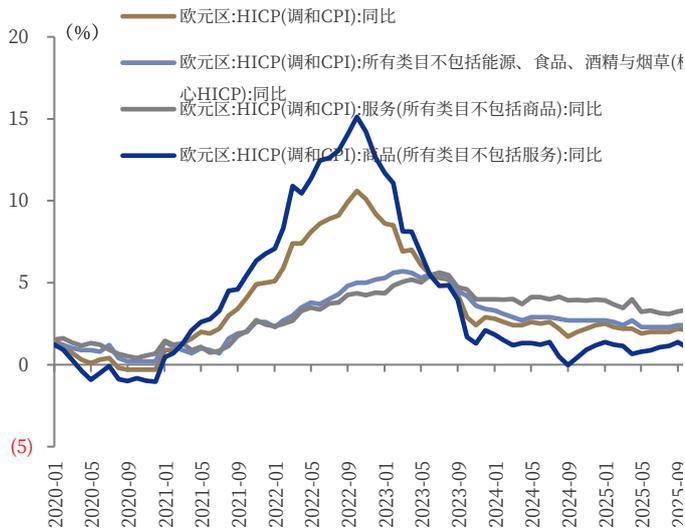
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 欧元区进出口



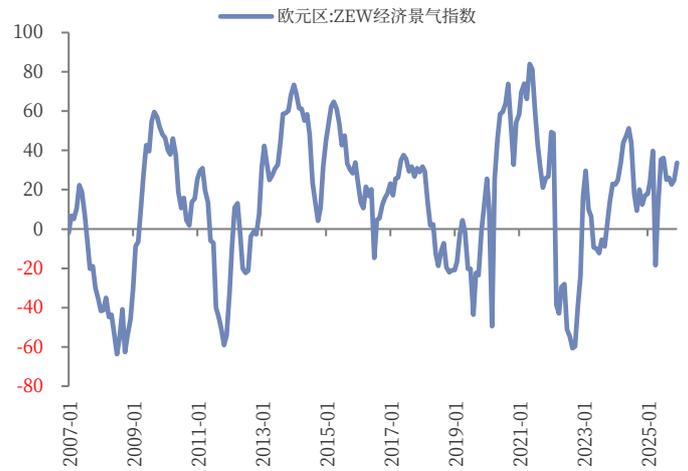
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 欧元区 CPI



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 12月经济景气指数为33.70



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 英镑兑美元

本周英镑兑美元下降 0.32%。11 月英国 CPI 同比增速至 3.6%，前值为 3.2%，显著低于预期，核心 CPI 同比增加 3.20%，前值为 3.40%。但英国通胀率仍然高于其他同类经济体，部分原因是财政大臣雷切尔·里夫斯去年决定提高雇主的税收。同时，10 月失业率升至近五年高点达到 5.1%，前值为 5%，这些数据强化了经济放缓和通胀降温的预期。另外，本周英国央行（BoE）以 5:4 的投票结果将利率从 4.00% 下调至 3.75%，央行行长贝利在一份声明中表示：“我们仍然认为利率正处于逐步下降的趋势。”他表示，目前尚未看到就业市场出现更剧烈下滑的迹象，但他也指出，通胀预期迄今为止尚未大幅下降。此次降息 0.25 个百分点使银行利率降至近三年来的最低水平，尽管它仍然几乎是欧洲中央银行同等利率的两倍。下周，英镑预计低位震荡，寻找方向，1.3270-1.3300 为关键点位，若跌破，可能进一步下探 1.3200；若守住，则可能转为区间震荡。

在明年年初，英镑可能还会在一定程度上受到英国财政政策和央行宽松货币政策的影响。但随着不确定性消散和经济韧性得到验证，下半年走势可能更强。

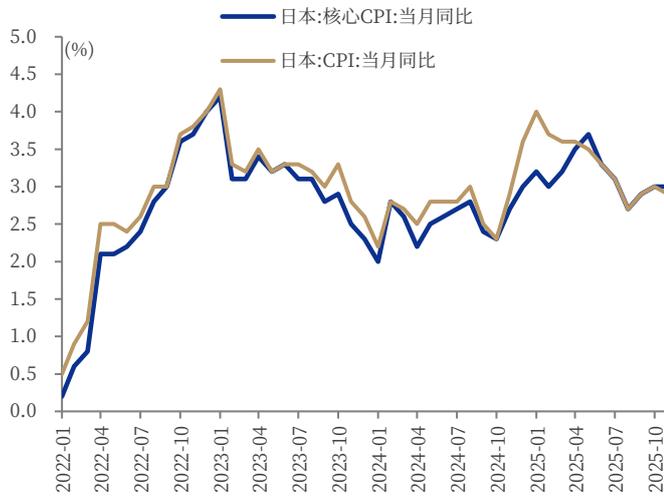
### (四) 美元兑日元

本周，美元兑日元上涨 1.21%。尽管日本央行（BoJ）在 12 月 19 日如市场普遍预期将利率从 0.50% 上调至 0.75%，但行长植田和男并未对未来的加息路径给出任何鹰派暗示，甚至强调实际利率仍处于深度负值区间。这种央行谨慎的鸽派加息的表态，意味着货币政策正常化的步伐将非常缓慢。市场此前已充分消化加息预期，并期待一个更强的未来紧缩指引。日本央行声明远未达到市场预期，导致此前押注日元升值的资金迅速平仓，造成日元下跌、美元兑日元上行。下周，临近圣诞假期，市场流动性下降，预计汇价将在 156.00-157.50 区间震荡整理，并消化此次决议的影响。

中长期来看，在美日利差收窄、日元估值修复和资金回流等核心因素驱动下，美元兑日元或将维持结构弱势的可能性较大。随着日本央行启动加息周期及国内债券收益率攀升，此前为寻求

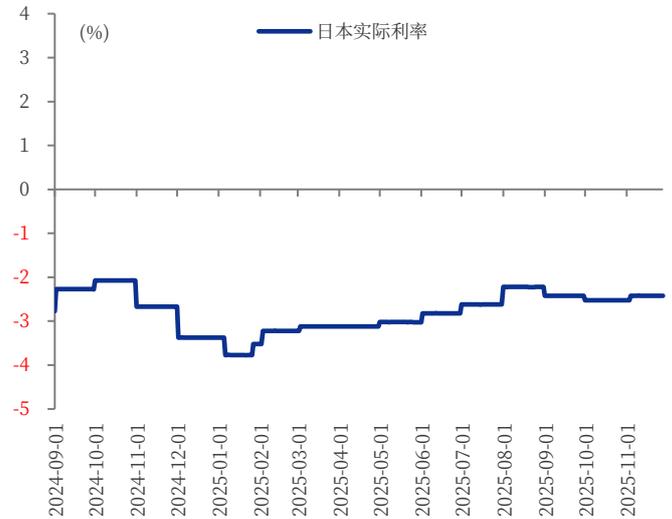
高收益而大规模配置海外资产（特别是美债）的日本投资者，可能将资金回流日本。这种趋势若形成，将直接推动日元升值。

图18: 11月日本CPI同比增长2.90%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 日本实际利率仍处于深度负值区间



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (五) 美元兑人民币

本周，美元兑离岸人民币下降 0.28%，人民币表现强势，美联储降息及美国就业数据疲软，导致美元指数跌破 100 关口。作为主要非美货币，人民币的外部贬值压力减小。中央经济工作会议释放关键信号，重申保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，并承诺保持“积极”财政政策，这有效稳定并强化了市场预期，人民币短期强势有望延续，但进一步快速升值的空间可能受限。年末通常是企业结汇高峰期，刚需购汇可能为人民币提供支撑。但若升值过快，也可能触发部分逢高结汇盘，抑制升势。

从中长期来看，支撑人民币中长期升值的根本逻辑并未改变。美联储降息周期下的美元走弱预期、中国自身基本面的改善以及外汇存款准备金率等工具的潜在使用，充足的外汇储备，强劲的中间价引导，共同构成了支撑人民币升值的内在逻辑。

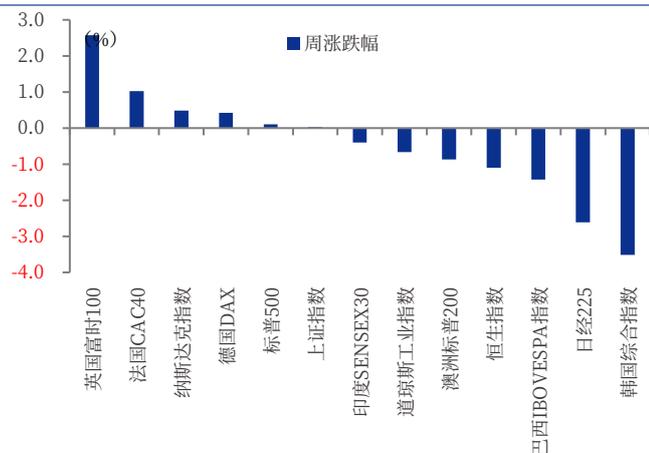
## 五、权益市场

本周，全球股市呈现显著的欧洲市场领涨、亚太市场分化、美国内部风格切换的格局。欧洲央行维持利率不变，并明确表示未讨论降息，这为其资产提供了相较于美联储更有利的利差环境。美联储降息预期下，资金从前期涨幅较大的美股科技股和日本和韩国市场流出，重新配置到估值较低的欧洲市场和传统价值股。日本央行虽加息，但暗示未来步伐缓慢，导致日元汇率大幅下跌，这不仅不利于日股，也严重拖累了韩国等出口导向型市场。本周 A 股市场资金在挖掘具体政策支持或新兴主题，免税零售、超导概念、大消费板块走强，支撑上证微涨，港股作为高度国际化的市场，同时受到日央行加息以及美股风格切换的影响，直接拖累恒生指数及恒生科技指数表现。

具体来看，英国富时 100 上涨 2.57%，法国 CAC40 上涨 1.03%，纳斯达克指数上涨 0.48%，德国 DAX 上涨 0.42%，标普 500 上涨 0.10%，上证指数上涨 0.03%，印度 SENSEX30

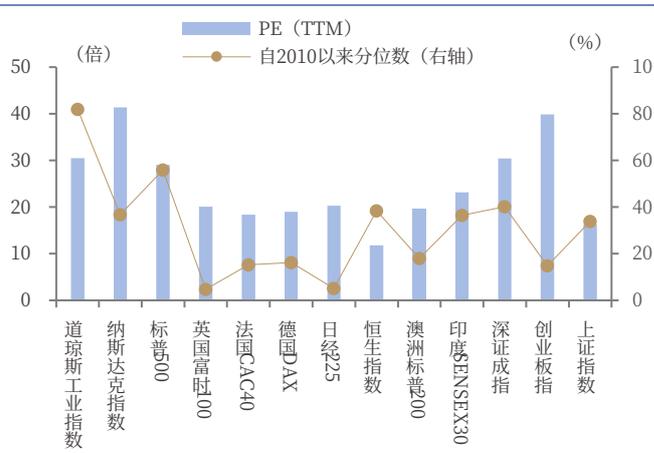
下降 0.40%，道琼斯工业指数下降 0.67%，澳洲标普 200 下降 0.87%，恒生指数下降 1.10%，巴西 IBOVESPA 指数下降 1.43%，日经 225 下降 2.61%，韩国综合指数下降 3.52%。

图20: 全球主要宽基指数周度涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 全球主要宽基指数估值及其分位数 (截至 12 月 19 日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

展望后市，全球股市已进入一个由差异化宽松驱动的复杂新阶段，普涨行情难以为继，结构性机会将更加突出，A 股走势将更多由国内因素决定。中央经济工作会议定调、后续财政政策力度如特别国债以及房地产市场的企稳信号，将是决定其中长期方向的关键。美股科技股需消化高估值，若 2026 年盈利增长能匹配估值，纳指仍有空间，反之将承压。道指等价值股表现取决于经济是否软着陆。

## 六、风险提示

海外降息不确定风险;特朗普新政策不确定风险;地缘因素扰动风险;市场情绪不稳定风险;国内政策落地效果不及预期风险。

## 图表目录

图 1: 2025 年 12 月 15 日至 2025 年 12 月 19 日全球大类资产表现（债券变动单位为 BP，其余资产为%）	4
图 2: 本周伦敦金现价格上涨	4
图 3: 金铜比高位明显	4
图 4: 原油基金多空头	5
图 5: 本周油价小幅下跌	5
图 6: 美国国债收益率	6
图 7: 美国 EFR 与美债收益率	6
图 8: 长短端国债收益率	7
图 9: 逆回购投放与资金利率	7
图 10: 11 月美国 CPI 同比增长 2.7%	7
图 11: 11 月美国核心 CPI 同比增速放缓至 2.6%	7
图 12: 美国薪资增速放缓有利于服务通胀降温	8
图 13: 市场预期明年 1 月暂停降息	8
图 14: 欧元区工业生产指数 10 月同比为 2.06%	8
图 15: 欧元区进出口	8
图 16: 欧元区 CPI	9
图 17: 12 月经济景气指数为 33.70	9
图 18: 11 月日本 CPI 同比增长 2.90%	10
图 19: 日本实际利率仍处于深度负值区间	10
图 20: 全球主要宽基指数周度涨跌幅	11
图 21: 全球主要宽基指数估值及其分位数（截至 12 月 19 日）	11

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨超，中国银河研究院首席策略分析师。清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。

孔玥，中国银河研究院策略分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn